

Cơ chế điều hành lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

NGUYỄN ANH VŨ

Cuối năm 2007 và những tháng đầu năm 2008, những “gam màu tối” bắt đầu xuất hiện trong bức tranh kinh tế Việt Nam. Tỷ lệ lạm phát năm 2007 và đặc biệt là 5 tháng đầu năm 2008 đã vượt qua mức lạm phát cao nhất trong vòng 15 năm qua, lãi suất ngân hàng tăng vọt, người dân và doanh nghiệp cùng vật lộn với “bão giá”, “bão lãi suất”. Hai chỉ số chứng khoán HaSTC Index và VN- Index đã giảm 60% -70% so với mức cao nhất của nó vào tháng 3 năm 2007, nhà đầu tư bắt đầu rời bỏ thị trường khi chứng khoán thực sự trở thành cơn ác mộng. Thị trường bất động sản bước vào gian đoạn “ngủ đông”, các dự án bị đình trệ... Xét về nguyên nhân, có những tác động bên ngoài không thể tránh khỏi khi Việt Nam đã hội nhập sâu hơn vào nền kinh tế thế giới, có những tác động do những yếu kém nội tại của chúng ta. Nhưng có thể nói đây là thử thách bắt buộc mà Việt Nam phải vượt qua trên con đường phát triển. Chính phủ đã thực thi nhiều chính sách và giải pháp nhằm ổn định kinh tế vĩ mô, trong đó chính sách tiền tệ là một bộ phận quan trọng. Trong thời gian tới, việc điều hành chính sách tiền tệ nói chung cũng như điều hành lãi suất nói riêng của NHNN sẽ còn tạo ra những tác động lớn đến hoạt động của các ngân hàng, doanh nghiệp, quyền lợi của người gửi tiền ... và toàn bộ nền kinh tế vĩ mô.

Chính sách tiền tệ và cơ chế điều hành lãi suất:

Chính sách tiền tệ (monetary policy) cùng với chính sách tài

khóa (Fiscal Policy) là những công cụ quan trọng nhất trong việc điều hành kinh tế vĩ mô của một quốc gia. Ngân hàng Trung ương (NHTW) các nước thường sử dụng các công cụ chủ yếu của chính sách tiền tệ bao gồm : nghiệp vụ thị trường mở, tỷ lệ dự trữ bắt buộc, lãi suất chiết khấu. Lãi suất chiết khấu (Discount Rate) là lãi suất mà NHTW áp dụng khi cấp tín dụng cho các ngân

và tín dụng theo thời vụ (Seasonal Credit). Tại Châu Âu, ngoài lãi suất áp dụng cho nghiệp vụ tái cấp vốn chính (Main refinancing operations), NHTW Châu Âu (ECB) thực thi chính sách tiền tệ bằng cách ấn định lãi suất khi thực hiện nghiệp vụ Tiện ích thường trực (Standing Facilities). Hai loại lãi suất được ấn định là lãi suất tiền gửi (Rate on deposit facility) – lãi suất áp dụng khi

Sơ đồ : Cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ



hàng thương mại (NHTM) và tổ chức tín dụng (TCTD) thông qua việc chiết khấu, tái chiết khấu các giấy tờ có giá. Hiểu theo nghĩa rộng hơn, đây là lãi suất mà NHTW ấn định khi cấp tín dụng cho các NHTM, các TCTD dưới những hình thức khác nhau. Tại Việt Nam, NHNN Việt Nam quy định lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn. Tại Mỹ, Cục Dự trữ Liên bang (Federal Reserve System – FED) ấn định lãi suất chiết khấu bao gồm 3 loại: tín dụng sơ cấp (Primary Credit), tín dụng thứ cấp (Secondary Credit)

các NHTM gửi tiền overnight tại ECB và lãi suất cho vay biên tế (Rate on marginal lending facilities) – lãi suất áp dụng khi các NHTM vay overnight từ ECB. Có một câu hỏi được đặt ra: Lãi suất là công cụ hay mục tiêu của chính sách tiền tệ?

Trên góc độ lý thuyết, chính sách tiền tệ do NHTW thực thi sẽ tác động đến thị trường tiền tệ, từ thị trường tiền tệ tác động đến thị trường hàng hóa, tác động đến tổng cầu của nền kinh tế, từ đó tác động đến các biến số

kinh tế vĩ mô cơ bản và cũng là các mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ bao gồm: tốc độ tăng trưởng GDP, tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát. Khi NHTW thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt bằng các biện pháp như: tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc, tăng lãi suất chiết khấu, bán chứng khoán trên thị trường mở... các động thái này sẽ làm giảm dự trữ của các ngân hàng, làm giảm cung tiền tệ từ đó làm tăng lãi suất trên thị trường tiền tệ. Lãi suất ở đây có thể hiểu là một dây chuyền tác động bao gồm: lãi suất liên ngân hàng, lãi suất trên thị trường trái phiếu, lãi suất huy động và cho vay của các ngân hàng... Lãi suất tăng đến lượt nó lại tạo ra các hiệu ứng như: tăng tiết kiệm, giảm tiêu dùng, giảm đầu tư. Đặc biệt lãi suất tăng sẽ làm giảm tiêu dùng các mặt hàng nhạy cảm với lãi suất như: bất động sản, xe cộ, vật liệu xây dựng, các mặt hàng có giá trị cao và thời gian sử dụng dài... Đồng thời, lãi suất tăng giảm đầu tư của các doanh nghiệp và đầu tư công do chi phí sử dụng vốn đã tăng lên. Tất cả các tác động này làm giảm tổng cầu (Aggregate Demand) của nền kinh tế qua đó làm mức giá chung (lạm phát) và sản lượng (tốc độ tăng GDP) giảm xuống. Ngược lại khi NHTW thực thi chính sách tiền tệ mở rộng sẽ làm giảm lãi suất thông qua đó làm giảm tiết kiệm, tăng tiêu dùng, đặc biệt là tăng tiêu dùng các mặt hàng nhạy cảm với lãi suất, giảm chi phí sử dụng vốn kích thích gia tăng đầu tư của các doanh nghiệp

và đầu tư công... làm cho kinh tế tăng trưởng nhanh hơn nhưng cũng làm lạm phát tăng lên.

Như vậy, theo thông lệ quốc tế, ngoại trừ lãi suất chiết khấu (có thể hiểu theo nghĩa rộng hoặc nghĩa hẹp) do NHTW ấn định là công cụ của CSTT, các loại lãi suất khác không phải là công cụ mà là mục tiêu của CSTT. NHTW không trực tiếp ấn định hay can thiệp vào các loại lãi suất trên thị trường mà chỉ tác động đến nó một cách gián tiếp thông qua những công cụ của mình. Nhiều NHTW thường chọn lãi suất liên ngân hàng là mục tiêu hoạt động hoặc mục tiêu trung gian. Tuy nhiên, ngoài lãi suất chiết khấu là công cụ quan trọng trong điều hành chính sách tiền tệ, thông thường NHTW các quốc gia còn công bố lãi suất cơ bản như là một loại lãi suất quan trọng định hướng cho thị trường. Có thể kể đến Federal Fund Rate (còn gọi là Federal Reserve Target Rate) của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) và Cash Rate của Ngân hàng dự trữ Australia (Reserve Bank of Australia – RBA). Đây là lãi suất mà các ngân hàng, định chế tài chính áp dụng khi cho các ngân hàng, định chế tài chính khác vay overnight thông qua tài khoản tại FED (RBA). Cần lưu ý rằng FED (RBA) không ấn định lãi suất này, lãi suất thực sự sẽ do cung cầu thị trường quyết định. FED (RBA) chỉ công bố lãi suất định hướng (còn gọi là lãi suất mục tiêu), nhưng đó là tín hiệu cho thấy các tổ chức này sẽ sử dụng các công cụ, đặc biệt là

ng nghiệp vụ thị trường mở và tái cấp vốn để cố gắng đạt đến lãi suất này, từ đó tạo hiệu ứng tác động lan tỏa đến các loại lãi suất khác trong nền kinh tế. Chính vì vậy việc công bố Fed Fund Rate và Cash Rate của FED và RBA có tác động rất mạnh đến thị trường tiền tệ và nền kinh tế.

Khái niệm lãi suất cơ bản còn được hiểu là lãi suất bình quân mà các ngân hàng áp dụng đối với nhóm các khách hàng có mức tín nhiệm cao nhất (thường là các doanh nghiệp lớn). Lãi suất này cũng là một chỉ tiêu quan trọng thường được các ngân hàng dùng để tham khảo khi tính toán lãi suất cho vay. Lãi suất này có thể do NHTW xác định và công bố, nhưng cũng có thể do các tổ chức cung cấp thông tin có uy tín công bố. Tại Mỹ, lãi suất cơ bản (prime rate) được Tạp chí Wall Street (WSJ) tính toán và công bố còn được gọi là WSJ – Prime Rate. Lãi suất này được tính toán trên cơ sở khảo sát lãi suất cho vay của 30 ngân hàng lớn nhất.

Cơ chế điều hành lãi suất của NHNN Việt Nam trong thời gian qua:

Trước đây, NHNN Việt Nam đã có các chính sách điều hành lãi suất bằng cách quy định : sàn lãi suất tiền gửi, trần lãi suất cho vay, mức chênh lệch giữa lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay ..., lúc này lãi suất có thể được xem như một công cụ của chính sách tiền tệ. NHNN có thể trực tiếp can thiệp vào lãi suất kinh doanh của các ngân hàng. Ngày 30/5/2002, NHNN ban hành Quyết định số 546/2002/QĐ-NHNN cho phép các TCTD thực hiện cơ chế lãi suất thỏa thuận trong hoạt động tín dụng đối với khách hàng. Đồng thời NHNN Việt Nam tiếp tục công bố lãi suất cơ bản trên cơ sở tham khảo mức lãi suất cho vay thương mại đối với khách hàng tốt nhất của nhóm các TCTD được lựa chọn trong từng thời kỳ để làm tham khảo và định hướng lãi suất thị trường. Lãi suất đã thực sự được xác định theo cung cầu thị trường, đây được xem là một bước tiến dài trong lộ trình tự do hóa lãi suất. Như vậy

Bảng 1: Diễn biến một số loại lãi suất tại Mỹ

	Hiện tại	1 tháng trước	3 tháng trước	6 tháng trước	1 năm trước
Federal Reserve Target Rate	2%	2%	3%	4.50%	5.25%
Lãi suất chiết khấu (Primary Credit)	2.25%	2.25%	3.50%	5%	6.25%
1-tháng Libor	2.45	2.7	3.09	5.25	5.32
3- tháng Libor	2.67	2.77	3.01	5.14	5.36
Lãi suất cơ bản - WSJ	5	5	6	7.5	8.25
LSTP 5 năm AAA TC-NH	4.58	4.66	3.95	4.57	5.45
LSTP 10 năm AAA TC-NH	5.6	5.61	5.19	5.36	5.69

(Nguồn : Cục Dự trữ Liên bang Mỹ, WSJ, Bloomberg, Bankrate.com cập nhật ngày 5/6/2008)

ngoại trừ lãi suất chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn, lãi suất thị trường (bao gồm lãi suất tiền gửi, cho vay, lãi suất liên ngân hàng...) không còn là công cụ của chính sách tiền tệ. Lãi suất cơ bản chỉ mang tính chất tham khảo và không tạo ra hiệu ứng với các TCTD. Trên thực tế trong diễn biến của thị trường tiền tệ thời gian vừa qua, lãi suất cơ bản do NHNN công bố đã không có nhiều tác động đối với thị trường. Lãi suất thỏa thuận của các TCTD hầu như thoát li lãi suất cơ bản.

Vào nửa cuối năm 2007, nền kinh tế Việt Nam bắt đầu xuất hiện dấu hiệu lạm phát. Chỉ số giá tiêu dùng 6 tháng cuối năm liên tục tăng cao hơn so với 6 tháng đầu năm (mặc dù chỉ số giá thường có mức độ tăng cao nhất vào các tháng 1-2 do ảnh hưởng của Tết Nguyên Đán) và gấp 3 lần so với 6 tháng cuối năm 2006. Lạm phát năm 2007 ở mức 12.68%, mức cao nhất trong 10 năm gần đây. Tình hình này tiếp tục vào năm 2008, khi chỉ số giá tiêu dùng 3 tháng đầu năm đã là 9.19% (chỉ số CPI 5 tháng đầu năm 2008 là 15.96 %).

Số liệu của Tổng cục thống kê

xem như những nguyên nhân chủ yếu dẫn đến tình hình lạm phát gia tăng trong năm 2007 và những tháng đầu năm 2008. Nằm trong khuôn khổ các chính sách chung của chính phủ nhằm kiềm chế lạm phát ổn định giá trị đồng tiền, NHNN đã thực thi các biện pháp thắt chặt tiền tệ như: tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc, tăng lãi suất chiết khấu, yêu cầu các NHTM mua tín phiếu bắt buộc, khống chế dư nợ cho vay kinh doanh chứng khoán, yêu cầu các NHTM rà soát lại các khoản cho vay bất động sản... Tất cả các biện pháp này đã đạt được mục tiêu bước đầu là làm cho lãi suất huy động, lãi suất cho vay, lãi suất liên ngân hàng tăng lên nhanh chóng... Phản ứng đầu tiên thấy rõ nhất đó là thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản đã được hạ nhiệt. Tác động dài hạn hơn sẽ làm giảm tiêu dùng các mặt hàng nhạy cảm với lãi suất, giảm đầu tư của các doanh nghiệp... từ đó sẽ làm giảm tổng cầu và kiềm chế lạm phát. Về nguyên tắc, luôn có sự mâu thuẫn trong các mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ : xung đột giữa

mục tiêu kiềm chế lạm phát với mục tiêu tăng trưởng, giữa mục tiêu kiềm chế lạm phát và mục tiêu gia tăng công ăn việc làm. Trong điều hành chính sách tài chính - tiền tệ đôi khi phải chấp nhận đánh đổi (trade off). Khi muốn kiềm chế lạm phát thì nền kinh tế phải chấp nhận tốc độ tăng trưởng có thể giảm xuống và tăng tỷ lệ thất nghiệp.

Trong bối cảnh đó, NHNN ra công điện số 02/CP-NHNN ngày 26/02/2008, yêu cầu các NHTM điều chỉnh lãi suất huy động đối với đồng Việt Nam không quá 12%. Áp lực cung cầu trên thị trường tiền tệ không thay đổi, do đó gần như hầu hết các ngân hàng đều áp dụng lãi suất huy động kịch trần (12%). Việc áp dụng trần lãi suất huy động đã thực sự gây khó khăn cho các ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng TMCP nhỏ khi không thể dùng lãi suất là công cụ cạnh tranh với các ngân hàng lớn trong việc huy động vốn. Nhiều ngân hàng nhỏ đã phải dùng đến biện pháp tăng lãi suất tiền gửi không kỳ hạn lên đến 10% -11%/năm. Công điện 02/CP-NHNN có thể xem là một giải pháp tình thế, trước tình trạng di chuyển vốn một cách bất thường và đầy rủi ro của các ngân hàng trong cuộc đua lãi suất chưa có điểm dừng. Nhưng đây là một giải pháp có phần mâu thuẫn, thiếu nhất quán với mục tiêu chống lạm phát và là một biện pháp mang tính hành chính một bước lùi trong chính sách tự do hóa lãi suất mà chúng ta đã đạt được từ năm 2002 ■

(xem tiếp số 28)

Bảng 2 : Một số thông số kinh tế vĩ mô Việt Nam 2002 – 2007

Thông số	2007	2006	2005	2004	2003	2002
GDP (tỷ USD, theo giá 1994)	461.189.00	425.135.00	393.031.00	362.435.00	336.242.00	313.247.00
Lạm phát (%)	12.63	6.60	8.40	9.50	3.00	4.00
Lãi suất cơ bản (%)	8.75	8.25	8.25	7.50	7.50	7.20
Kim ngạch XK (tỷ USD)	48.387.00	39.826.20	32.447.10	26.485.00	20.149.30	16.706.10
Kim ngạch NK (tỷ USD)	60.830.00	44.891.10	36.761.10	31.968.80	25.255.80	19.745.60
Tiền dùng xã hội (tỷ USD, theo giá 1994)	624.432.00	273.585.00	254.484.00	237.262.00	221.545.00	205.114.00
Chỉ tiêu Chính phủ (tỷ USD, theo giá 1994)	33.134.07	27.297.00	25.620.00	23.678.00	21.970.00	20.496.00
Đầu tư Chính (tỷ USD, theo giá 1994)	200.000.00	125.413.00	115.196.00	105.082.00	95.417.00	86.677.00
ODA (tỷ USD)	4.445.00	3.745.00	3.500.00	3.400.00	2.830.00	2.600.00
FDI (tỷ USD)	17.856.00	10.200.00	6.839.80	4.547.60	3.191.20	2.998.80
FII (tỷ USD)	6.200.00	1.240.00	1.196.97	168.26	73.40	35.99

(Nguồn : Tổng cục thống kê)

cho thấy : chỉ tiêu xã hội đã tăng lên nhanh chóng (tăng từ khoảng 273 ngàn tỷ lên đến 634 ngàn tỷ), đầu tư của chính phủ tăng từ 125 ngàn tỷ lên 200 ngàn tỷ đồng, tổng nguồn vốn FDI và FII tăng từ 11.4 tỷ USD năm 2006 đến 24 tỷ USD 2007. Thêm vào đó, mức tăng trưởng tín dụng rất “nóng” lên đến gần 40% của năm 2007, nguồn vốn tín dụng đổ vào thị trường chứng khoán và đặc biệt là thị trường bất động sản được

